



Not Rated

목표주가(12M) N/A
현재주가(05.16) 11,260원

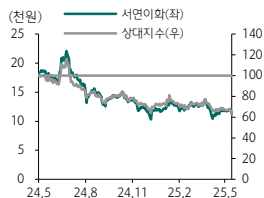
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,626.87
52주 최고/최저(원)	22,100/10,290
시가총액(십억원)	304.3
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	27,028.4
60일 평균 거래량(천주)	152.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
외국인지분율(%)	7.39
주요주주 지분율(%)	
서연 외 5인	57.06

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	2,180	2,845	3,574	4,042
영업이익	66	151	193	154
세전이익	51	116	195	202
순이익	26	56	158	147
EPS	973	2,060	5,837	5,450
증감율	흑전	111.7	183.3	(6.6)
PER	7.2	3.8	3.3	2.2
PBR	0.3	0.3	0.6	0.3
EV/EBITDA	3.6	1.8	2.9	3.1
ROE	4.0	7.7	17.9	13.4
BPS	24,588	26,709	32,624	40,695
DPS	150	150	200	250



Analyst 송선재 sunjae.song@hanafn.com
RA 강민아 minahkang@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 05월 19일 | 기업분석

서연이화 (200880)

미국 내 3개의 신규 공장이 돌아간다

1Q25 Review: 영업이익률 3.7% 기록

서연이화의 1분기 매출액/영업이익은 +12%/-13% (YoY) 변동한 10,552억원/386억원(영업이익률 3.7%, -1.0%p (YoY))을 기록했다. 유럽 매출액이 5% (YoY) 감소했지만, 납품 모델들을 생산 증가와 신공장 가동, 그리고 환율 상승 등에 힘입어 한국/미국 매출액이 각각 5%/27% (YoY) 증가했다. 중국/인도/멕시코 매출액도 각각 71%/0%/49% (YoY) 증가했다. 고객별로는 매출액 중 89% 비중인 현대차/기아향 매출액이 14% (YoY) 증가했다. 매출총이익률/영업이익률은 각각 0.7%p/1.1%p (YoY) 하락한 14.9%/3.7%를 기록했다. 외형 성장에도 영업이익이 전년 동기대비 57억원 감소한 386억원을 기록했다. 대손상각비(-59억원)/판매보충비(-14억원)의 감소에도 불구하고, 임금 상승에 따른 인건비(+74억원)와 해외 공장들의 신설 등과 관련된 지급수수료(+54억원), 그리고 운반비(+89억원) 등으로 판관비가 166억원 증가했기 때문이다. 영업외로 외환손익이 감소하면서 세전이익/순이익은 45%/59% (YoY) 감소했다.

최근 5년간 연결 매출액 2배 증가. 특히, 미주 지역에서 3.2배 증가

서연이화는 최근 5년간 주력 고객사의 생산 증가와 믹스 개선, 그리고 해외 신공장의 신설 및 타공장 인수 등을 거쳐 연결 매출액이 2019년 1.98조원에서 2024년 4.04조원으로 2배 이상 증가했다. 특히, 성장을 이끈 지역은 미주이다. 서연이화는 현재 미주 지역에서 9개 법인을 가지고 있다. 기존 현대차/기아와 동반으로 진출했던 알라바마/조지아/브라질/멕시코 등을 운영했다. 멕시코에서는 2019년 엠오토텍을 인수했고, 2023년에는 추가 공장(서연노스아메리카)을 설립해 제품을 다각화했다. 미국에서는 2023년에는 미국 내 동종 부품사를 인수해 서연이화어번으로 사명을 변경하면서 제품 라인업을 확대했고, 2024년에는 HMGMA향 부품 공급을 위해 서연이화서배너와 텍사스 인근 신규 고객을 목표로 서연이화텍사스를 설립했다. 서연이화서배너는 주력 제품인 도어트림/헤드라이너 등을 연간 30만대 규모로 생산하고, 서연이화텍사스는 헤드라이너 위주로 연간 35만대 규모로 생산할 예정이다. 미주 지역의 매출액/매출비중은 2019년 0.46조원/23%에서 2024년 1.48조원/37%까지 성장했는데, 최근 3년 내 인수/설립된 공장들의 가동률이 상승하면서 관련 매출액/매출비중은 더욱 확대될 전망이다. 미국 관세 영향도 완화시키는 역할을 한다.

신규 공장들의 가동이 많은 시기. 높은 외형 성장이 주가에 더 큰 모멘텀

2025년 매출액/영업이익은 +8%/-0% 변동한 4.35조원/1,540억원, 영업이익률은 0.2%p 하락한 3.5%으로 전망한다. 신공장 가동과 환율 상승으로 외형 성장률이 높은 반면, 신규 공장들의 초기 비용과 미국 수입 관세로 수익성은 하락할 전망이다. 하지만, 이러한 수익성 하락은 신규 공장 가동이 많은 시기에 나타나는 특징이고, 향후 공장 가동률이 상승함에 따라 수익성이 개선될 것이란 점에서 주가 모멘텀은 매출액 증가에 맞춰 발현될 수 있다. 현재 주가는 P/E 3배 이하, P/B 0.3배 이하의 극히 낮은 Valuation을 기록 중이다.

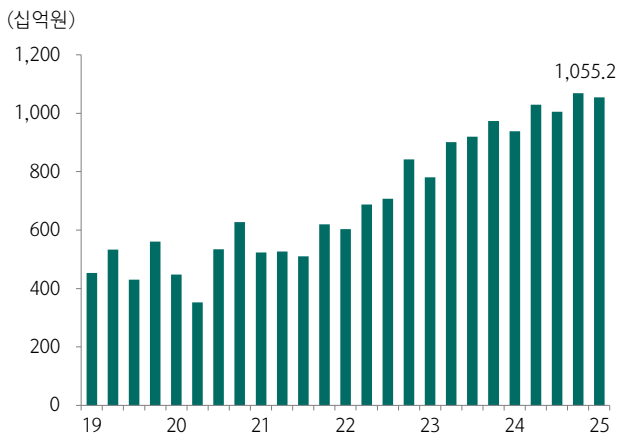
도표 1. 서연이화의 연결 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	780.3	900.9	919.6	973.6	938.7	1,029.0	1,005.2	1,068.5	1,055.2	1,976.8	1,962.4	2,180.1	2,845.3	3,574.3	4,041.5
한국	255.7	287.5	271.5	300.2	258.4	293.6	251.1	300.4	271.1	690.2	729.0	822.5	908.1	1,114.9	1,103.6
유럽	175.2	178.3	154.9	181.7	191.7	193.9	172.1	174.3	182.4	344.1	352.9	426.4	592.3	690.0	732.0
중국	12.6	19.6	26.6	23.0	24.3	35.5	43.3	42.3	41.4	181.5	166.7	100.4	119.2	81.8	145.4
인도	148.3	132.2	158.4	129.2	148.6	137.5	162.8	123.5	149.1	300.3	336.7	383.1	558.6	568.1	572.4
미국	139.5	230.0	251.7	257.2	255.8	279.5	295.0	316.6	324.2	265.1	241.3	276.3	452.9	878.3	1,146.9
멕시코	27.2	28.8	31.1	63.1	41.5	63.9	48.7	86.2	61.7	109.0	83.2	86.0	109.3	150.1	240.4
브라질	20.6	24.4	25.3	18.2	18.4	23.5	23.1	24.8	21.4	86.6	52.5	80.7	97.6	88.5	89.8
기타	1.2	0.1	0.2	1.0	0.1	1.6	9.0	0.4	3.8	0.0	0.1	4.7	7.3	2.6	11.0
(거래처별)															
현대차	406.7	488.7	480.3	525.9	503.4	545.4	527.7	574.4	556.9	1,006.9	993.3	1,177.7	1,443.7	1,901.6	2,150.9
기아	282.8	301.7	219.4	403.5	318.9	358.9	333.1	355.0	377.5	689.9	666.7	737.6	1,081.1	1,207.4	1,365.9
기타	90.8	110.5	219.9	44.1	116.4	124.8	144.4	139.1	120.7	279.9	302.4	264.8	320.5	465.3	524.8
매출총이익	126.2	121.1	145.0	153.4	146.3	154.5	173.5	157.0	157.1	208.8	239.5	297.1	451.7	545.7	631.3
영업이익	53.6	36.0	57.6	45.8	44.4	49.8	56.0	4.2	38.6	21.9	48.5	66.0	150.7	193.1	154.4
세전이익	61.7	33.4	60.9	39.0	54.4	57.1	29.3	61.4	30.0	-42.9	-30.4	51.2	116.3	195.0	202.2
순이익	45.4	20.5	57.8	34.1	40.7	39.7	19.2	47.7	16.5	-42.8	-41.3	26.3	55.7	157.8	147.3
증가율 (YoY)															
매출액	29.3	31.0	30.0	15.5	20.3	14.2	9.3	9.8	12.4	6.8	-0.7	11.1	30.5	25.6	13.1
매출총이익	40.0	10.4	25.3	12.6	15.9	27.6	19.7	2.4	7.4	21.1	14.7	24.1	52.0	20.8	15.7
영업이익	137.3	17.0	59.1	-25.0	-17.3	38.2	-2.8	-90.8	-12.9	81.9	121.5	36.0	128.4	28.2	-20.0
세전이익	107.6	27.1	-21.8	흑전	-11.8	70.8	-51.9	57.4	-44.8	적전	적지	흑전	127.0	67.7	3.7
순이익	122.9	285.6	-9.8	흑전	-10.4	93.7	-66.8	40.0	-59.5	적전	적지	흑전	111.8	183.4	-6.7
Margin															
매출총이익률	16.2	13.4	15.8	15.8	15.6	15.0	17.3	14.7	14.9	10.6	12.2	13.6	15.9	15.3	15.6
영업이익률	6.9	4.0	6.3	4.7	4.7	4.8	5.6	0.4	3.7	1.1	2.5	3.0	5.3	5.4	3.8
세전이익률	7.9	3.7	6.6	4.0	5.8	5.5	2.9	5.7	2.8	-2.2	-1.5	2.3	4.1	5.5	5.0
순이익률	5.8	2.3	6.3	3.5	4.3	3.9	1.9	4.5	1.6	-2.2	-2.1	1.2	2.0	4.4	3.6

자료: 서연이화, 하나증권

도표 2. 서연이화의 분기 매출액 추이



자료: 서연이화, 하나증권

도표 3. 서연이화의 미주 공장들 위치



자료: 서연이화, 하나증권

도표 4. 서연이화의 해외 공장들 현황

(단위: %, 년, 만대, 명)

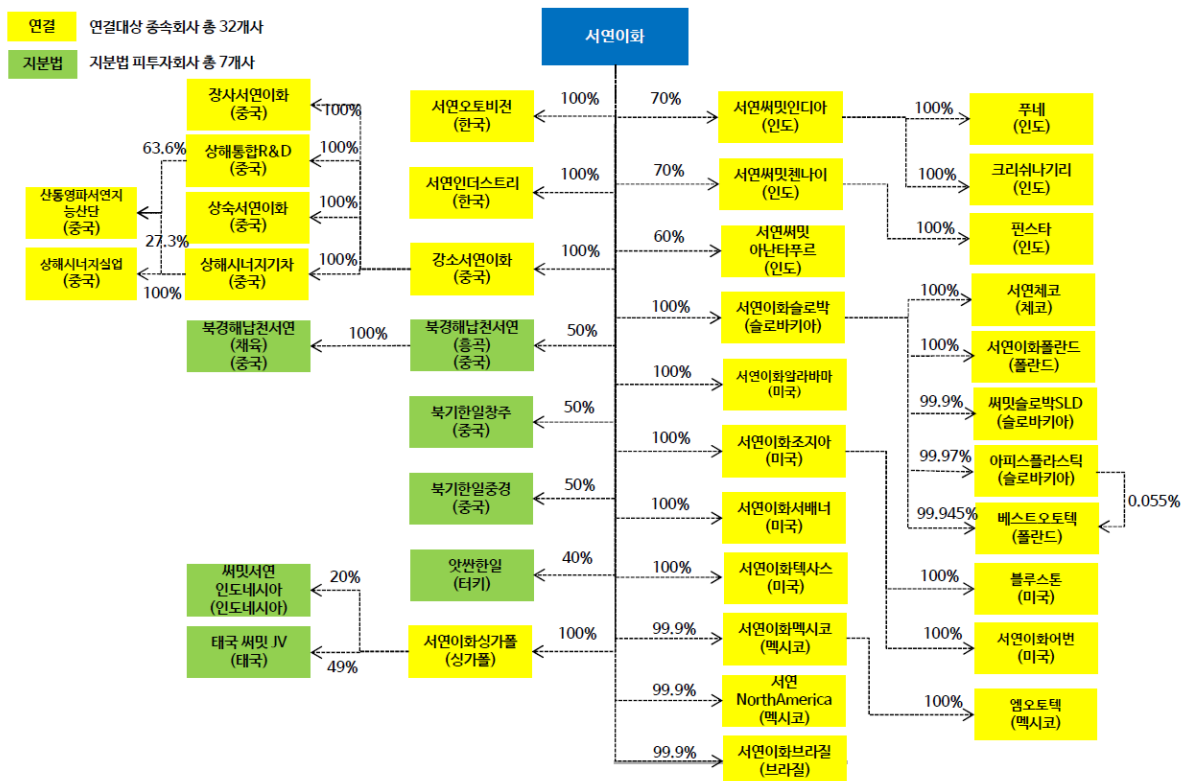
지역	법인명	지분율	설립년도	연 생산능력	종업원수	주력 품목
중국	북경서연이화	50	2005	45	150	D/TRIM, H/LINING, F/CARPET, P/TRAY, CONSOLE
	강소서연이화	50	2002	60	600	BUMPER, D/TRIM, CONSOLE
인도	서연씨밋인디아	70	2002	68	2,145	D/TRIM, BUMPER, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연씨밋첸나이	70	2008	30	209	D/TRIM, BUMPER
	핀스타	70	2006	60	420	D/TRIM, PILLAR, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연씨밋아난타푸르	60	2017	40	1,502	D/TRIM, BUMPER, COWL TOP COVER, ROOF RACK
	서연씨밋크리쉬나기리	100	2023	30	186	Charger Assy, Vehicle Inlet, Seat
	서연이화씨밋푸네	100	2024	25	n/a	BUMPER ASSY, DR TRIM, SPOILER, S/SILL MOLD'G
인도네시아	씨밋서연인도네시아	20	2020	30	270	BUMPER
유럽	앗싼한일	40	1997	25	1,530	D/TRIM, BUMPER, SEAT, CONSOLE, C/PAD
	서연이화슬로박	100	2005	40	815	PILLAR, C/PAD, CTR BOX, SHROUD UPR/LWR
	아피스 플라스틱	99.97	2021	41	716	L/SIDE TRIM, CARGO SCREEN
	서연이화폴란드	100	2012	50	439	D/TRIM, PILLAR, CONSOLE, COWL TOP COVER
	베스트 오토텍	99.95	2020	40	800	D/TRIM, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM, CONSOLE
미주	서연이화알라바마	100	2005	40	738	D/TRIM, P/TRAY, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM
	서연이화어번	100	2006/2023	80	438	AIR DUCT, EXTERIOR GARNISH, WASHER TANK
	서연이화조지아	100	2010	40	508	D/TRIM, L/SIDE TRIM, BACK PNL MOLD'G
	서연이화서배너	100	2024	30	237	D/TRIM, H/LINING, L/SIDE TRIM, T/GATE TRIM, PILLAR
	서연이화브라질	99.99	2009	20	387	D/TRIM, H/LINING, F/CARPET, CONSOLE
	서연이화멕시코	99.99	2014	42	500	D/TRIM, CONSOLE, PILLAR, W/HOUSE
	엠오토텍	99.99	2019	42	387	D/TRIM, PILLAR, T/VERSE TRIM
	서연노스아메리카	99.99	2023	50	250	PILLAR
	서연이화텍사스	100	2024	35	125	H/LIN'G

주: 서연씨밋크리쉬나기리(스쿠퍼)를 제외한 나머지 생산능력은 완성차 생산대수 기준

주2: 서연이화어번은 2006년 설립이지만, 서연이화가 2023년 인수

자료: 서연이화, 하나증권

도표 5. 서연이화의 자회사 지분구조



자료: 서연이화, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,962	2,180	2,845	3,574	4,042
매출원가	1,723	1,883	2,394	3,029	3,410
매출총이익	239	297	451	545	632
판매비	191	231	301	353	477
영업이익	48	66	151	193	154
금융손익	(42)	(2)	(10)	(12)	26
종속/관계기업손익	(9)	(5)	(3)	12	2
기타영업외손익	(28)	(7)	(22)	2	20
세전이익	(30)	51	116	195	202
법인세	10	21	56	31	48
계속사업이익	(41)	30	60	164	154
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	(41)	30	60	164	154
비배주주지분 손이익	0	3	5	6	7
지배주주순이익	(41)	26	56	158	147
지배주주지분포괄이익	(36)	64	61	164	223
NOPAT	65	38	78	162	118
EBITDA	135	154	250	319	296
성장성(%)					
매출액증가율	(0.8)	11.1	30.5	25.6	13.1
NOPAT증가율	160.0	(41.5)	105.3	107.7	(27.2)
EBITDA증가율	36.4	14.1	62.3	27.6	(7.2)
영업이익증가율	118.2	37.5	128.8	27.8	(20.2)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	115.4	182.1	(7.0)
EPS증가율	적지	흑전	111.7	183.3	(6.6)
수익성(%)					
매출총이익률	12.2	13.6	15.9	15.2	15.6
EBITDA이익률	6.9	7.1	8.8	8.9	7.3
영업이익률	2.4	3.0	5.3	5.4	3.8
계속사업이익률	(2.1)	1.4	2.1	4.6	3.8

투자지표	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	(1,527)	973	2,060	5,837	5,450
BPS	22,313	24,588	26,709	32,624	40,695
CFPS	5,924	7,096	10,853	12,588	13,749
EBITDAPS	5,007	5,687	9,231	11,792	10,965
SPS	72,604	80,658	105,269	132,241	149,529
DPS	100	150	150	200	250
주기지표(배)					
PER	(4.8)	7.2	3.8	3.3	2.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.6	0.3
PCFR	1.2	1.0	0.7	1.5	0.9
EV/EBITDA	4.7	3.6	1.8	2.9	3.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	(6.8)	4.0	7.7	17.9	13.4
ROA	(2.3)	1.5	2.9	6.7	5.0
ROIC	6.2	3.7	8.1	12.2	6.9
부채비율	185.4	156.6	155.0	154.7	154.3
순부채비율	65.3	47.4	25.4	37.4	45.9
이자보상배율(배)	2.6	3.8	7.6	6.0	4.9

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	810	772	969	1,035	1,203
금융자산	199	205	289	202	214
현금성자산	147	120	209	169	202
매출채권	360	335	431	447	496
재고자산	115	128	152	215	308
기타유동자산	136	104	97	171	185
비유동자산	994	1,019	961	1,323	1,751
투자자산	55	56	72	87	97
금융자산	17	17	5	3	2
유형자산	836	857	798	1,036	1,390
무형자산	14	12	11	95	90
기타비유동자산	89	94	80	105	174
자산총계	1,804	1,791	1,930	2,358	2,954
유동부채	912	869	986	1,135	1,411
금융부채	369	331	316	303	434
매입채무	402	379	476	531	570
기타유동부채	141	159	194	301	407
비유동부채	260	224	187	297	381
금융부채	243	206	165	245	313
기타비유동부채	17	18	22	52	68
부채총계	1,172	1,093	1,173	1,432	1,792
지배주주지분	603	665	722	882	1,100
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	446	446	446	446	446
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익누계액	11	48	50	63	146
이익잉여금	132	157	213	360	495
비지배주주지분	29	33	35	44	62
자본총계	632	698	757	926	1,162
순금융부채	413	331	192	347	534

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	115	188	218	190	267
당기순이익	(41)	30	60	164	154
조정	191	128	180	121	131
감가상각비	87	88	99	126	142
외환거래손익	43	32	23	12	50
지분법손익	(2)	(3)	(22)	(12)	(2)
기타	63	11	80	(5)	(59)
영업활동 자산부채변동	(35)	30	(22)	(95)	(18)
투자활동 현금흐름	(124)	(102)	(61)	(210)	(364)
투자자산감소(증가)	4	10	(2)	(3)	(8)
자본증가(감소)	(93)	(80)	(51)	(254)	(386)
기타	(35)	(32)	(8)	47	30
재무활동 현금흐름	49	(120)	(65)	(22)	113
금융부채증가(감소)	(16)	(100)	(63)	47	176
자본증가(감소)	30	0	0	(0)	0
기타재무활동	38	(16)	3	(64)	(58)
배당지급	(3)	(4)	(5)	(5)	(5)
현금의 증감	32	(26)	88	(40)	33
Unlevered CFO	160	192	293	340	372
Free Cash Flow	(11)	82	124	(70)	(136)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서연이화



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.3.10	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재)는 2025년 5월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.98%	5.02%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 16일